

中顺洁柔 (002511.SZ)

造纸行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

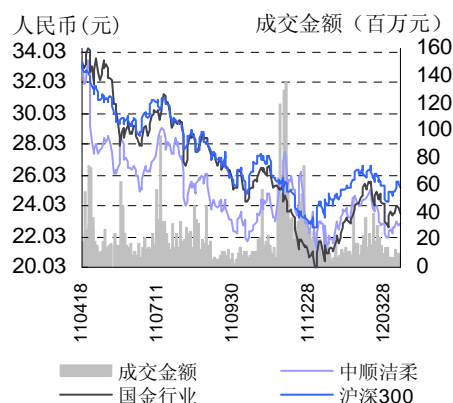
市价(人民币): 22.82元

业绩低于预期, 但主营向好趋势明显

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	72.72
总市值(百万元)	3,651.20
年内股价最高最低(元)	33.49/21.18
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《收入逐季向好,费率下降明显》, 2012.4.16
2. 《业绩符合预期,成本下降逻辑不变》, 2012.2.28
3. 《产能释放或超预期》, 2012.1.9

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.680	0.503	1.119	1.501	1.860
每股净资产(元)	12.46	12.96	14.08	15.49	17.35
每股经营性现金流(元)	0.54	-0.23	2.13	1.19	1.55
市盈率(倍)	58.93	46.88	20.56	15.32	12.37
行业优化市盈率(倍)	21.78	20.88	20.88	20.88	20.88
净利润增长率(%)	-1.41%	-26.03%	122.27%	34.19%	23.86%
净资产收益率(%)	5.46%	3.88%	7.94%	9.69%	10.72%
总股本(百万股)	160.00	160.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中顺洁柔公布一季报: 营业收入 5.17 亿元, 同比增长 26.9%; 营业利润 3132 万元, 同比增长 49.4%; 归属母公司所有者净利润 2580 万元, 微幅增长 0.8%, EPS 0.16 元, 业绩低于预期。

经营分析

- 主营向好趋势明显: 一季度是生活用纸消费传统淡季, 在行业低谷期, 公司仍实现收入高增长, 证明了我们前期的观点: 1) 全木浆生活用纸处于高速增长期; 2) 生活用纸属于弱周期商品, 受经济波动影响较小, 具有较强的抗周期性; 3) 公司过去几年收入增长缓慢, 主要因产能受限。从 2011Q4、2012Q1 报表看, 公司已走出前几年的“蹉跎”期, 开始走上增长之路。如果考虑到价格下降的因素, 公司 Q1 销量增长约 30%或以上, 基本符合我们预期。此外, 我们前期强调的成本下降逻辑也得到应验, 公司 2012Q1 毛利率达 30.2%, 较 2011Q4 上升 5.9 个百分点, 由于毛利率的提升, 使得公司营业利润增速 (49.4%) 快于收入增速 (26.9%)。
- 促销力度较大, 导致净利率显著低于预期: 由于一季度是行业消费相对淡季, 加上新产能的释放, 导致公司促销力度较大, 2012Q1 公司销售费用率达 17.4%, 较 2011Q4 上升 4.1 个百分点, 对公司盈利影响较大。受大幅度促销的影响, 2012Q1 营业利润率仅 6.1%、净利率 5%, 较去年 Q4 分别上升 1.2%、2%, 低于我们预期。我们认为一季度销售费用率如此之高有企业之身的原因也有季节性的因素, 预计后市将有所下降。
- 营业外收入&所得税费率变动对净利润影响较大: 由于 2012Q1 公司营业外净收入比去年同期低 519 万, 加上所得税率变化, 导致所得税比去年同期增加 506 万吨, 二者合计 1025 万元。这两方面的因素使得公司在营业利润增长近 50%的背景下, 净利润几乎无增长。

盈利调整及投资建议

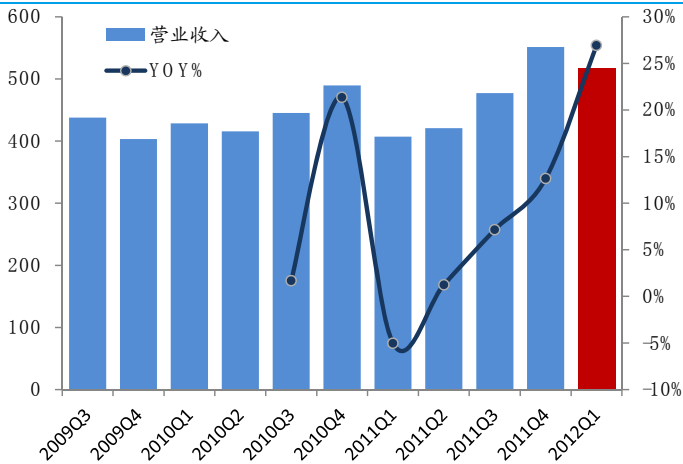
- 我们暂维持公司收入及盈利预测, 预计公司 2012-2014 年营业收入 22.8 亿元、30.9 亿元、38.78 亿元, 归属母公司股东净利润 1.79 亿元、2.4 亿元、2.98 亿元, 对应 EPS 为 1.12 元、1.5 元、1.86 元。
- 我们认为公司作为生活用纸四大龙头之一, 具备较好品牌影响力, 产能扩张&成本下降将继续驱动公司业绩增长, 而从中期看, 渠道改善所带来的盈利力的上升也是公司的重要看点。因公司一季报低于预期, 若股价调整, 我们建议长线投资者可配置。

图表1: 公司重点财务数据 (百万元)

	2010Q 1	2010Q 2	2010Q 3	2010Q 4	2011Q 1	2011Q 2	2011Q 3	2011Q 4	2012Q 1
营业收入	428.64	415.54	445.31	489.37	407.12	420.74	477.16	551.24	516.73
YOY%					-5.02%	1.25%	7.15%	12.64%	26.92%
营业成本	282.61	282.47	319.59	359.40	298.12	302.30	359.64	416.87	360.45
毛利	146.04	133.08	125.72	129.97	109.00	118.44	117.52	134.37	156.28
YOY%					-25.36%	-11.00%	-6.53%	3.39%	43.37%
毛利率%	34.07%	32.03%	28.23%	26.56%	26.77%	28.15%	24.63%	24.38%	30.24%
销售费用	64.70	55.84	64.05	76.86	60.44	64.72	73.84	73.01	89.84
管理费用	19.23	23.20	22.66	24.29	25.78	24.39	27.17	26.00	25.64
财务费用	7.63	8.46	7.25	6.31	2.20	-0.24	-2.80	6.20	6.88
营业利润	53.23	44.71	29.35	13.29	20.96	30.73	19.57	26.70	31.32
YOY%					-60.62%	-31.26%	-33.31%	100.92%	49.43%
营业外净收入	0.78	0.64	0.38	1.48	9.00	6.47	1.87	-4.14	3.81
占利润总额比例%	1.44%	1.41%	1.28%	10.02%	30.04%	17.39%	8.73%	-18.36%	10.84%
利润总额	54.01	45.36	29.73	14.77	29.96	37.20	21.43	22.55	35.14
YOY%					-44.53%	-17.98%	-27.91%	52.71%	17.29%
所得税	10.30	6.41	6.23	1.18	4.33	14.97	5.56	5.58	9.39
所得税率%	19.07%	14.13%	20.96%	7.99%	14.45%	40.24%	25.94%	24.75%	26.72%
净利润	43.71	38.95	23.50	13.59	25.63	22.23	15.87	16.97	25.75
YOY%					-41.37%	-42.93%	-32.47%	24.90%	0.48%
归属于母公司所有者净利润	38.69	33.55	22.66	13.98	25.59	22.17	15.81	16.97	25.80
净利率%	9.02%	8.07%	5.09%	2.86%	6.29%	5.27%	3.31%	3.08%	4.99%

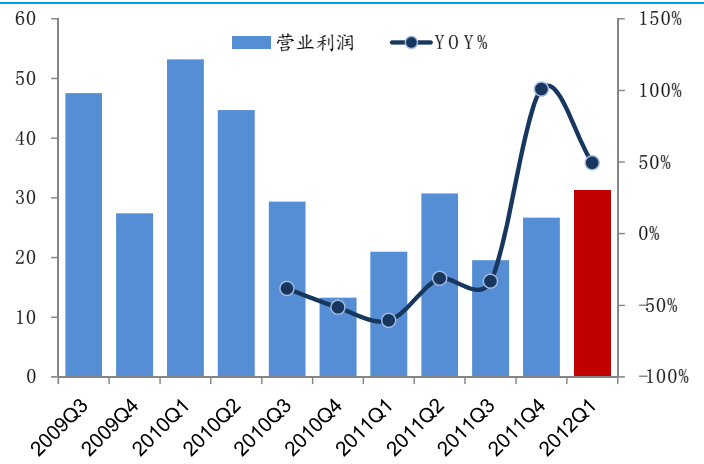
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司 2012Q1 收入增长近 27% (百万元)

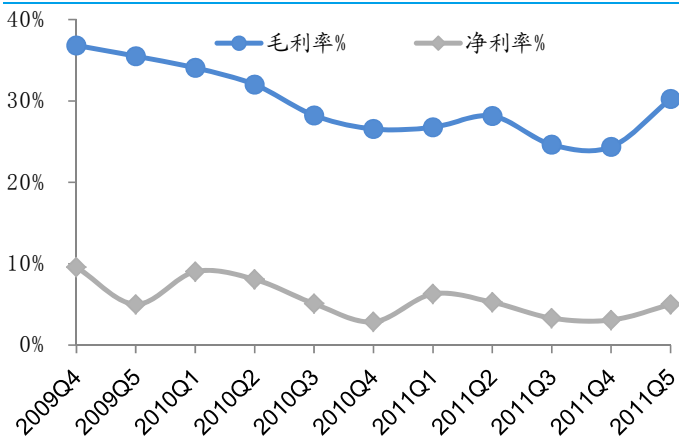


来源: 公司报表、国金证券研究所

图表3: 公司 2012Q1 营业利润增长 49.4% (百万元)

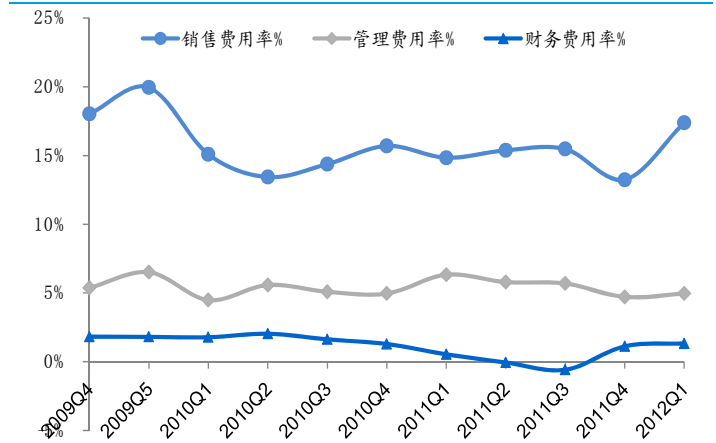


图表4: 公司盈利能力已向好



来源: 公司报表、国金证券研究所

图表5: 公司期间费用率



图表6: 三张报表简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,619	1,779	1,856	2,280	3,091	3,878
增长率		9.9%	4.4%	22.8%	35.6%	25.5%
主营业务成本	-1,051	-1,244	-1,377	-1,537	-2,098	-2,657
%销售收入	64.9%	69.9%	74.2%	67.4%	67.9%	68.5%
毛利	567	535	479	743	993	1,221
%销售收入	35.1%	30.1%	25.8%	32.6%	32.1%	31.5%
营业税金及附加	-7	-6	-9	-9	-12	-16
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-295	-261	-272	-342	-464	-582
%销售收入	18.3%	14.7%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
管理费用	-82	-89	-103	-128	-170	-213
%销售收入	5.1%	5.0%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%
息税前利润 (EBIT)	183	178	95	264	347	410
%销售收入	11.3%	10.0%	5.1%	11.6%	11.2%	10.6%
财务费用	-32	-30	-5	-9	-4	7
%销售收入	2.0%	1.7%	0.3%	0.4%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-1	-7	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	149	141	98	255	343	417
营业利润率	9.2%	7.9%	5.3%	11.2%	11.1%	10.7%
营业外收支	5	3	13	18	15	20
税前利润	154	144	111	273	358	437
利润率	9.5%	8.1%	6.0%	12.0%	11.6%	11.3%
所得税	-26	-24	-30	-74	-93	-109
所得税率	16.7%	16.8%	27.4%	27.0%	26.0%	25.0%
净利润	128	120	81	199	265	328
少数股东损益	18	11	0	20	25	30
归属于母公司的净利润	110	109	81	179	240	298
净利率	6.8%	6.1%	4.3%	7.9%	7.8%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	128	120	81	199	265	328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	46	57	52	87	115	123
非经营收益	35	27	22	30	-3	-18
营运资金变动	10	-117	-192	25	-188	-184
经营活动现金净流	220	87	-37	341	190	248
资本开支	-85	-187	-306	-763	95	-180
投资	-1	-100	0	-1	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-84	-286	-306	-764	95	-180
股权募资	0	1,467	0	0	-15	0
债权募资	1	247	-394	-107	-258	-51
其他	-30	-207	-64	-23	-12	-2
筹资活动现金净流	-29	1,507	-458	-131	-285	-53
现金净流量	107	1,308	-801	-553	0	14

来源: 公司报表、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	248	1,715	953	400	400	414
应收款项	230	255	260	362	491	616
存货	267	412	509	505	690	874
其他流动资产	18	45	105	63	86	108
流动资产	763	2,427	1,827	1,331	1,666	2,012
%总资产	51.5%	74.9%	64.8%	44.4%	53.2%	56.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	632	721	897	1,592	1,398	1,476
%总资产	42.7%	22.2%	31.8%	53.2%	44.6%	41.5%
无形资产	70	72	72	69	68	67
非流动资产	717	814	994	1,663	1,468	1,545
%总资产	48.5%	25.1%	35.2%	55.6%	46.8%	43.4%
资产总计	1,479	3,241	2,821	2,994	3,134	3,557
短期借款	499	767	404	310	52	0
应付款项	368	416	344	381	519	657
其他流动负债	26	22	-18	27	36	46
流动负债	892	1,205	730	718	608	703
长期贷款	57	36	0	0	0	1
其他长期负债	5	2	13	0	0	0
负债	954	1,244	743	718	608	704
普通股股东权益	433	1,994	2,074	2,253	2,478	2,776
少数股东权益	92	3	3	23	48	78
负债股东权益合计	1,479	3,241	2,821	2,994	3,134	3,557

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.920	0.680	0.503	1.119	1.501	1.860
每股净资产	3.608	12.460	12.963	14.082	15.488	17.347
每股经营现金净流	1.833	0.544	-0.231	2.132	1.186	1.548
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.51%	5.46%	3.88%	7.94%	9.69%	10.72%
总资产收益率	7.47%	3.36%	2.85%	5.98%	7.66%	8.36%
投入资本收益率	14.08%	5.28%	2.78%	7.45%	9.96%	10.77%
增长率						
主营业务收入增长率	11.95%	9.90%	4.35%	22.81%	35.58%	25.47%
EBIT增长率	78.64%	-2.81%	-46.49%	177.80%	31.48%	18.18%
净利润增长率	117.25%	-1.41%	-26.03%	122.27%	34.19%	23.86%
总资产增长率	2.08%	119.05%	-12.95%	6.14%	4.68%	13.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.0	46.9	43.2	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	94.8	99.6	122.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	56.9	47.5	53.1	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	138.4	144.6	154.8	237.2	161.4	136.0
偿债能力						
净负债/股东权益	58.79%	-45.66%	-26.42%	-3.95%	-13.76%	-14.49%
EBIT利息保障倍数	5.7	6.0	17.7	28.4	96.9	-61.5
资产负债率	64.51%	38.38%	26.35%	23.97%	19.40%	19.78%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	2	2	3
买入	5	5	6	6	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.83	1.83	1.80	1.79	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-11-25	买入	25.63	30.00 ~ 30.00
2 2011-12-18	买入	25.88	N/A
3 2011-12-26	买入	22.99	N/A
4 2012-01-09	买入	22.21	N/A
5 2012-02-28	买入	24.12	N/A
6 2012-04-16	买入	22.72	N/A

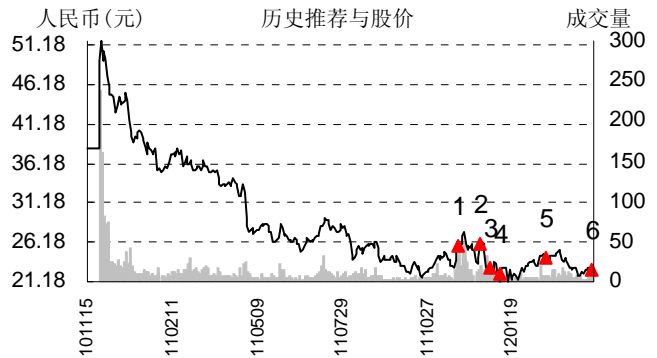
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B